

我国适度外汇储备量的模型与 外汇储备管理

吴丽华

摘要 我国外汇储备量的迅速增长给我国宏观经济带来了正负面影响。用根据理论模型推导出的外汇储备最适度规模来衡量,我国当前的外汇储备量过多,应对外汇储备资产进行有效管理,把超量的外汇储备按一定的比例投资于外国政府债券、存入外汇银行、投资国外房地产与股票、进口一部分国内急需的关键技术和设备。

关键词 外汇储备 正负面影响 适度 投资经营

1994年外汇体制改革以来,我国外汇储备迅速增长,从1993年底的212亿美元到1994年的516.2亿美元,再到1995年的756亿美元^①和1996年的1050亿美元^②,每年都上一个新台阶,储备规模仅次于日本排名世界第二位。外汇储备规模的不断增大使我国对外支付能力不断加强,综合国力显著提高,但同时,储备的过度增长也给国内通货膨胀和人民币汇率升值带来了不小的压力。于是便引发了国内理论界关于外汇储备的一系列相关问题的探讨。本文拟从外汇储备迅速增长究竟给我国宏观经济带来了什么影响;我国外汇储备应保持怎样一个规模;外汇储备应如何加强管理并进行经营投资等方面,对我国外汇储备状况做一番分析。

一、外汇储备迅速增长的正负面影响分析

(一)正面影响

1. 外汇储备的迅速增长增强了我国的综合国力,提高了我国的国际资信。外汇储备是体现一国综合国力的重要指标,我国的外汇储备规模已跃居世界第二位,综合国力的提高使我们可以充分根据国情来安排自己的发展道路。同时,1 000亿外汇储备也为我国举借外债以及债务的还本付息做了可靠的保证。据统计,我国的外债规模在1996年底已达到1 265亿美元^③,到公元2000年将进入外债偿还的高峰期,每年单外债还本付息就需要200多亿美元。再考虑到我国出口产品多为劳动密集型产品,易受国际市场需求变动的影响等因素,持有充足的外汇储备不但可以应付偿债高峰期还本付息的需要,而且对维护我国在国际上的良好信誉,吸引外资流入,争取国际优势提供了必要的条件和保证。而且1997年7月1日中国政府对香港恢复行使主权后,充足的外汇储备也为我国维护香港国际金融中心地位,保持香港的稳定繁荣提供了有力的保障。

2. 外汇储备的大幅度增长标志着我国对外支付能力和调节国际收支实力的增强,使我国

政府有可能对国际收支政策进行主动性的调整,并把调整期间的进出口变动和通货紧缩政策对国内经济运行目标的不利影响降到最低限度,以保持国内经济的合理增长。如 1995 年和 1996 年,我国就根据国际收支有较大顺差的形势,对资本项目管理政策进行了调整,控制对外借债规模,并限制外汇贷款的结汇和用作人民币抵押贷款的规模。

3. 充足的外汇储备为人民币实现自由兑换创造了必要条件。人民币可自由兑换是我国外汇体制改革的首要目标。我国在 1996 年底已顺利实现了人民币经常项目可兑换,我国拥有丰厚的外汇储备确保了我国能应付随时可能发生的兑换要求,维持外汇市场汇率的相对稳定,抵御货币兑换所带来的风险,削弱其可能造成的负面影响。在经常项目可自由兑换后,我们的目标便是取消经常项目和资本项目的外汇管制,对国际间正常的汇兑活动和资金流动不进行限制,从而实现人民币可兑换。充足的外汇储备使中央银行能有效地调节市场,保持国际收支的基本平衡,使人民币在迈向自由兑换的过程中保持汇率的基本稳定。

(二)负面影响

1. 外汇储备的迅速增加在一定程度加剧了通货膨胀的压力。从根本上说,外汇占款属于基础货币。因此,外汇占款的增加直接增加了基础货币量,再通过货币乘数效应,造成了货币供应量的大幅度增长。在我国基础货币投放的 3 种渠道中,外汇占款在 1993 年仅占 7%,而到 1995 年,骤升到 31.37%,1996 年仍有升无降。外汇占款已取代了再贷款成为我国基础货币投入的最主要渠道。事实上 1994 年前 10 个月,中国人民银行对金融机构的再贷款比 1993 年同期减少了 1700 多亿元,而基础货币投放量却增加了 800 多亿元。原因正是外汇占款的大幅度上升。因此,外汇储备的迅速增长通过外汇占款造成基础货币量的增长,加剧了通货膨胀的压力。同时我们还应看到,由于外汇占款在国家基础货币投放结构中的比重急剧上升,改变了国家基础货币的投放结构,这在一定程度上加大了国家控制货币总量,压低通货膨胀的难度。过去中国人民银行还可以通过对信贷规模的控制来有效地控制货币供应量,但目前外汇占款已取代再贷款成为基础货币的主要投放渠道,而中国人民银行又只能应市场需求被动地买卖外汇,因此在一定程度上丧失了对外汇占款规模控制的主动性,从而导致对货币供应量控制能力的削弱。

2. 外汇储备的迅速增加推动了人民币的不断升值,削弱了我国产品的出口竞争力。一般说来,一国外汇储备增加,会支持该国汇率的上浮。从我国实际情况来看,人民币的汇率随着外汇储备的增加而节节拔高,从 1994 年初的 1 美元兑 8.7 元人民币,上升到现在的 1 美元兑 8.29 元人民币左右。人民币汇率的上升对我国出口增长无疑是不利的,我国外贸出口企业的出口换汇成本,已经由 1994 年初的 7.7 元~8 元人民币换 1 美元升至 1995 年的 8.5 元~8.7 元人民币兑换 1 美元,这对我国未来出口前景的不利影响是明显的。

3. 外汇储备过多会造成资金资源浪费,并影响国民经济的发展速度。外汇储备是一种实际资源的象征,它的持有是有机会成本的。持有外汇储备的机会成本等于国内资本生产率减去持有外汇储备的收益率。据测算,1994 年国内资本生产率约为 20%,另一方面,我国外汇储备的平均收益率仅为 6%。从这个角度看,我国持有巨额外汇储备并借入大量外债,等于是以低价将国内资金转到国外给外国人使用,同时还以高价从国外借入资金,其潜在的损失不容视。同时,持有储备表示暂时放弃一定量实际资源的使用,也就是说丧失这些资源投入所引起的经济增长和收入水平的提高。因此,持有过多的外汇储备必将影响经济的增长,这与我国经济发

展的实际要求是不相符的。

4. 外汇储备过多会使我国失去国际货币基金组织(IMF)的优惠贷款。根据 IMF 的有关规定,成员国发生外汇收支逆差时,可以从“信托基金”中提取相当于本国所缴纳份额的低息贷款,如果成员国在生产、贸易方面发生结构性问题需要调整时,还可以获取相当于本国份额 160%的中长期贷款,利率也较优惠。相反,外汇储备充足的国家不但不能享受这些优惠低息贷款,还必须在必要时对国际收支发生困难的国家提供帮助。

二、外汇储备规模

外汇储备适度规模的界定,是外汇储备总量管理的一项重要内容。最适度的外汇储备是指外汇储备保持在足以弥补短期内国际收支逆差,维护本币汇率稳定,并使外汇储备的潜在损失最小的一个储备水平。在这里,最适度的外汇储备是一个确定的量,而一个国家实际持有的外汇储备却是一个不断变动的量,它受国民生产总值、经济开放程度、货币供应量和外债总额等多种因素影响,要使一个国家实际外汇储备持有额恰好等于最适度储备,在现实中是不太可能的。因此,在分析外汇储备规模时,只能建立一个以最适度外汇储备为中心,具有上下限的储备变化区域。

(一)最适度的外汇储备水平

国际上通行的衡量一国外汇储备是否适量的标准是外汇储备与进口额之间的比率。《1985 年世界发展报告》在分析发展中国家的外汇储备管理时就描述道:“足以低付三个月进口额的储备水平,有时被认为是发展中国家的理想定额。”这种最简单的比率法现在仍是各国粗略计算本国储备水平的基本工具。比率法固然为储备水平的控制提供了一个粗略指标,但它也存在着明显的缺陷,即缺乏严格、科学的分析基础,特别是忽略了对影响一国适度外汇储备其他各因素的分析。因此,单纯用比率法来确定我国的最适度外汇储备必然会有所偏差。如 1996 年我国进口值约为 1388 亿美元^①,按照比率法,350 亿的外汇储备便够了,但实际上 1996 年我国的外汇储备约为 1050 亿美元,差距如此之大,这使我们不得不怀疑比率法是否适用于我国的国情。

为了更精确求出最适度储备量,我们尝试用西方经济计量学的另一种方法——阿格沃尔(J. Agarwal)模型来测算。阿格沃尔模型是从持有外汇储备的利益和成本对比分析来探讨一国的外汇储备水平。该模型充分考虑了发展中国家的特点,对相关因素的研究也较为全面和切合实际。它假定 1. 由于进出口弹性较低,该国易出现外汇短缺现象;2. 该国国内存在着因缺乏必需的进口品而得不到利用的大量闲置资源;3. 在无力为国际收支逆差提供融资时,该国经常通过行政方式对进口直接管制;4. 该国在国际资本市场上的融资能力有限。在这些前提下,阿格沃尔利用产出来衡量持有储备的成本和收益,得出国际储备的适度性公式:

$$R^{opt} = \frac{D}{lg\pi} (lgM + lgq_2 - lgq_1)$$

其中 D 是国际收支逆差额,可用过去某一年份的最高逆差额表示。 π 是逆差出现的概率。M 是资本——产出比率的倒数,可用百元积累增加的国民收入指标替换。 q_1 是追加资本的进口含量,可用一国进口的生产资料与国民收入中生产性积累的比率替代。 q_2 是进口的生产性

物品占总产出的比率,可用一国进口构成中的生产资料(含机械设备和生产原料)与国民生产总值的比率代替。该模型在对亚洲七个发展中国家和地区进行的估算中,均获得较满意结果。由于我国国际收支调节速度较慢,进出口需求弹性较低,存在着大量闲置资源,急需大量资金进口生产性物品,在国际金融市场上的融资能力不强,出现国际收支逆差时政府偏好采取直接管制调节。我国的这些特点和阿格沃尔模型的假定基本相符,因此可以考虑用该模型来求出我国的储备最适度水平。

(二)我国外汇储备最适度水平的计算

1996年,我国的国内生产总值为67,700亿元,全社会完成固定资产投资23,600亿元,进口总值1388亿美元,实际利用外资552亿美元。^⑤由此可算出1996年我国资本产出比率的倒数 $M=0.348$, $\lg M=-0.458$;进口资本与国民收入的比率 $q_1=0.233$, $\lg q_1=-0.632$;进口生产性物品与国内生产总值比率 $q_2=0.068$, $\lg q_2=-1.17$ 。

1977~1996年的20年间,我国出现贸易赤字的年份共12年,由此可以计算出我国出现赤字的概率 $\pi=0.6$, $\lg \pi=-0.22$ 。国际收支赤字则选取改革开放以来我国出现贸易赤字量最大的1985年的数据, $D=149$ 亿美元。将上述数据代入阿格沃尔公式,可得1996年我国外汇储备适度水平约为670亿美元。

(三)适度外汇储备水平区间的建立

由阿格沃尔模型推算出我国1996年的适度外汇储备为670亿美元,这是一个绝对数值,我们可以参照比率法的上下限对这一结论进行修正,建立我国的适度外汇储备区间。

我国外汇储备就目前而言主要是以贸易缺口、偿债基金和外汇平准基金为依据进行计算。

1. 外汇储备与一国对外贸易规模之间存在着正相关关系。按国际上常采用的方法,发展中国家用于支付进口的储备占其进口总额的1/4左右,即至少满足三个月的进口付汇额。据统计,1996年我国进口总额为1338亿美元,应持有的外汇储备为335亿美元。2. 一国要设立偿债基金,以保证按期偿还外债本息。截至1996年底,我国外债余额已达1265亿美元,外债偿债率、债务率均低于国际公认的警戒线水平。按外债余额的10%~20%计算,我国应保持125亿~250亿美元的外汇储备用于外债本息支付。3. 我国现行的汇率制度是有管理的浮动汇率制,要设立外汇平准基金调节外汇市场供求状况,维护本币汇率稳定。1996年我国外汇交易总成交额为742亿美元,按国内一些学者的观点,我国外汇平准基金与全年外汇交易总成交额的比率为10%~20%,应有75亿~150亿美元用作外汇平准基金。综合以上各项,我国外汇储备应该保持在535亿~735亿美元之间较为合适。

由分析可得,与我国经济发展水平相适应的外汇储备水平应以670亿美元为中心,535亿美元为下限,735亿美元为上限。我国1996年底外汇储备额为1050亿美元,已超出了适度储备区的上限。因此,可以说目前的外汇储备是过剩的。

三、我国外汇储备管理及投资经营对策

外汇储备管理是指一国金融当局在健全和完善的储备管理体系下,持有最适度储备量并对外汇储备资产进行有效管理,顺利实现外汇储备各项职能的系统性工作。要使我国的外汇储备更好地实现其职能,必须加强管理。同时,针对目前我国外汇储备过剩的情况,我们也有必要

采取一定的经营投资策略。

(一)我国外汇储备管理目标的选择

保证外汇储备的安全性、流动性和盈利性,是我国外汇储备管理的基本目标。安全性是指储备资产本身价值的稳定和存放可靠。流动性则要求储备资产随时可以运用。盈利性是指储备资产在保值的基础上有较高的收益。但是这三个目标本身并不协调一致,因此,我们必须根据我国的实际情况作出选择。

1. 安全性仍是我国外汇储备管理的首要目标。我国持有的外汇储备日益增多,在国际金融形势风云突变的今天,略有不慎,即可能蒙受损失。因为外汇储备不同于黄金,它本身没有内在价值,它在市场上的价格高低,往往又受制于该货币发行国的经济状况、货币政策以及货币地位等的变化与影响。像1995年、1996年美元汇率的大起大落都给我国的外汇储备造成了较大影响。因此,我国政府仍应将安全性放在外汇储备管理的首位,注意适时调整好外汇储备的币种结构,使之与外债结构挂钩,降低在外汇市场上的汇率风险。同时,在外汇储备资产构成上应遵循风险分散化和资产多样化的原则,把外汇储备投资于不同的资产。

2. 流动性目标就我国目前经济形势而言,并不是最重要的。但随着我国外汇体制改革的不断深入和经济对外开放程度的不断加大,它的重要性将日益体现出来。因为外汇储备要作为一国能随时使用的干预资产来适应外汇流出入量的季节性和周期性的变化。可以想象,在今后的几年中,流动性将逐渐代替安全性成为我国外汇储备管理的主要目标。

3. 盈利性目标主要是针对过度外汇储备而言的。在我国目前拥有过多外汇储备的情况下,外汇储备的盈利性也是我们必须充分考虑的一项目标,因此应该在保证外汇储备安全性和流动性的前提下,适当兼顾盈利性。由于我国持有过度外汇储备的机会成本很高,代价较大,可以考虑把过度的外汇储备投资于国外的股票市场和债券市场,以获取较大的收益。

总的来讲,我国外汇储备的管理应该是以安全为第一要求,在保证外汇资金安全和流动的基础上,达到有所增值。

(二)我国过度外汇储备的投资经营策略

1. 可逐步制订和颁布外汇储备投资经营的有关法令法规,加强对外汇储备投资的监管。使外汇储备的投资走上有法可依,有章可循的健全道路。

2. 可考虑委托中国银行代理外汇储备的投资经营或设立专门的外汇储备投资经营机构,由它们对过度外汇储备进行适当的投资,以求外汇储备的保值、增值。在外汇储备投资经营机构的选择上,各国通常有两种做法。一种是由中央银行指定专业银行代理,如日本就指定大和银行等几家银行经营其外汇储备。另一种是设立专门的投资机构,如新加坡就专门设立政府投资公司与金融管理局一起对外汇储备进行投资与管理,金融管理局侧重短期货币市场的营运,政府投资公司则侧重于长期投资。对我国来讲,中国银行已建立起全球化的业务网络,而且积累了丰富的国际金融经验,由其具体营运我国的外汇储备资产,应该是一种较好的选择。

3. 选择合适的投资业务和投资方向。储备投资不同于其他投资,在我国可以说是一个新的投资领域,特别是在我国目前投资人才较为短缺,投资技巧比较落后的情况下,我们更应注重投资业务和投资方向的选择。具体操作中可考虑根据我国外汇储备管理的不同目标,(1)把约1/4的过度储备投资于安全性高,流动性较强的外国政府债券,如美国的国库券,日本的武士债券等等;(2)把约1/4的过度储备存入外汇银行,以获得较大流动性和一部分稳定的收

益;(3)把剩下的约 1/2 有选择地投资于有较高收益但风险也较大的房地产与股票,以获取较好收益,但要注意这部分的比例不能太大。

4. 可考虑用外汇储备进口一部分国内建设急需的关键技术、关键设备,以支持国内建设。即把一部分过度储备投资于国内,满足国内经济发展的需要。

综上所述可见,以理论模型推导出的外汇储备适度规模来衡量,我国当前持有的外汇储备是过多的。外汇储备的增加,虽然增强了我国的国际支付能力,促进了我国综合国力的提高,但同时也给国内通货膨胀与人民币升值带来了一定压力,造成了外汇资金资源的闲置浪费,并对整个宏观经济产生了一些消极影响。因此,保持外汇储备的适度规模,加强对外汇储备的管理,并做好过度储备的经营投资工作,意义是重大的。

注:

①周迪菁:《我国外汇储备状况及其存在的问题的思考》,《福建国际金融》1996年第5期。

②③④⑤陈锦华:《关于1996年国民经济和社会发展计划执行情况与1997年国民经济和社会发展计划草案》,1997年3月17日《人民日报》第2版。

作者 厦门大学财金系讲师 责任编辑 沈小波

~~~~~  
(上接第 67 页)这时仅仅依靠市场的自发力量不可能实现均衡运动。为了缓解矛盾,就实施国家干预经济,结果是经济出现时而均衡时而非均衡。因此,凯恩斯及后来的非均衡理论或均衡理论,要么认定在资本主义社会中,只要国家进行一定的干预,不均衡是可以消除的;要么认定只要充分发挥市场力量,经济就可以自动达到均衡。其理论辩护性不言而喻。

注:

①[英]凯恩斯:《就业的一般理论》,《财经译丛》1984年第4期。

②⑩[英]琼·罗宾逊、约翰·伊特韦尔:《现代经济学导论》,商务印书馆1982年版,第67页。

③④[英]罗宾逊:《经济理论的第二次危机》,《美国经济评论》1972年5月号。

⑤[美]罗伯·巴罗、赫谢尔·格罗斯曼:《收入和就业的一般非均衡模型》,《美国经济评论》1971年3月号。

⑥[美]D·贝尔、I·克里斯托尔:《经济理论的危机》,上海译文出版社1985年版,第125页。

⑦为区分80年代以前的凯恩斯主义和80年代以后的凯恩斯主义,一般用 Neo-Keynesianism 表示前者,用 New-keynesianism 表示后者。

⑧[英]布赖恩·摩根:《货币学派与凯恩斯学派》,商务印书馆1984年版,第135页。

⑨[英]特伦斯·W·哈奇森:《经济学的革命与发展》,北京大学出版社1992年版,第166页。

⑪[美]查尔斯·L·舒尔茨:《宏观经济决策导向——致总统备忘录》,上海远东出版社1994年版,第168页。

作者 厦门大学经济系讲师 责任编辑 沈小波